

“类滞胀”交易：中美金融市场有何不同？

2021年11月07日

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dzwzq.com.cn

研究助理 邵翔

shaox@dzwzq.com.cn

- 2021年三季度以来，中美经济均面临着类似的境遇：经济增长持续低于预期，通胀却持续超预期（图1），即一定程度上的“类滞胀”。然而，从“滞”和“胀”两个层面来看，中美经济的境遇又不尽相同。中国经济的主要风险是“滞”：11月初市场对于2021年四季度GDP增速的预期已降至3.5%，但PPI的飙升并未带来CPI的失控；美国经济的主要风险则是“胀”，因为GDP增速有望在四季度反弹，但核心通胀在升至30年高位后尚未有回落的迹象。
- 我们认为，上述不同的“类滞胀”环境，既映射出中美两国近期金融市场的不同表现，也影响到两国宏观政策的走向，进而对两国未来金融市场的走势产生不同的影响。
- 从美国金融市场来看，2021年9月以来资金在股票、债券、商品的配置上出现了明显的轮动。如图3所示，9月是市场对于“滞胀”最担忧的时期，出现了“商品涨，股债双杀”这一在20世纪70年代典型的滞胀交易；10月是“商品和股票涨，债券跌幅收窄”，表明虽然市场对于“胀”的担忧依然存在，但“滞”的风险明显消退；11月以来则是“商品跌、股票债券涨”，可见市场对于“胀”的担忧也开始缓解。
- 上述轮动的背后是“胀”的因素对美联储加息预期的影响。如图4所示，9月随着通胀预期的飙升，市场一度担心美联储的货币政策会过快收紧以遏制通胀，股市因而受到打压；但10月下旬后通胀预期明显回落，市场不再预期一个激进的美联储（图5），即未来美联储货币政策的收紧只是导致经济增长温和放缓，因此对于股票和债券仍然是一个友好的环境。
- 而美股市场风格切换也反映出这种影响。如图6所示，从强势行业来看，9月利率的上行使得金融成为能源之外的赢家，但10月以来随着通胀预期的回落和利率的下行，信息技术和可选消费的超额收益最为显著，当然后者亦受到特斯拉股价飙升的影响。从弱势行业来看，9月对于“滞”和美联储过快加息的担忧分别打压了原材料和房地产，但11月在上述担忧的消退后，医疗保健和金融成为赢家。
- 从中国金融市场来看，2021年9月以来资产的轮动主要取决于“滞”和“胀”演绎。如图7所示，9月是市场最担心“胀”的时期，但由于预期央行降准，因此对“滞”的担忧远不及“胀”，此时商品和股票是涨的，债券基本走平；但10月以来，随着上游增产保供增产的持续推进，市场对于“胀”的担忧逐渐缓解，“滞”的担忧则日益升温，尤其是在地产持续下行的背景下，市场更加关注“衰退”的风险，因此11月以来出现了“股票商品跌、债券涨”。
- A股的市场风格也一定程度上受到“滞”和“胀”因素的影响。从某一时期的强势行业来看，其往往受益于政府的政策应对：比如9月在“胀”的风险下，公用事业行业的强势表现主要源于电价上浮空间的打开；10月在鼓励燃油替代的政策利好下，电子设备和汽车成为赢家。相比之下，近期弱势行业的表现则更多折射出“滞”的风险的加大，比如随着房地产投资增速的加速回落，钢铁股持续跑输大盘。
- 展望未来，美国如何应对“胀”？中国如何应对“滞”？将成为中美金融市场资产配置的核心问题。就美国而言，虽然近期通胀预期有所回落，但正如我们此前的分析，各类指标均指向美国潜在通胀趋势的回升，市场可能在未来某一时点对于通胀和美联储的加息进行重新定价，我们预计可能在今年底或明年初。对中国而言，“滞”的风险持续加大势必导致政策在某一时点全面转向稳增长，我们预计在6中全会召开后就会到来。
- 风险提示：全球疫情扩散超预期，全球地缘政治风险加剧

1、《宏观点评 20210930：政策风起，消费是否否极泰来？》2021-09-30

2、《宏观点评 20210929：以史为鉴，2011年和2013年美国债务上限危机的发酵与影响》2021-09-29

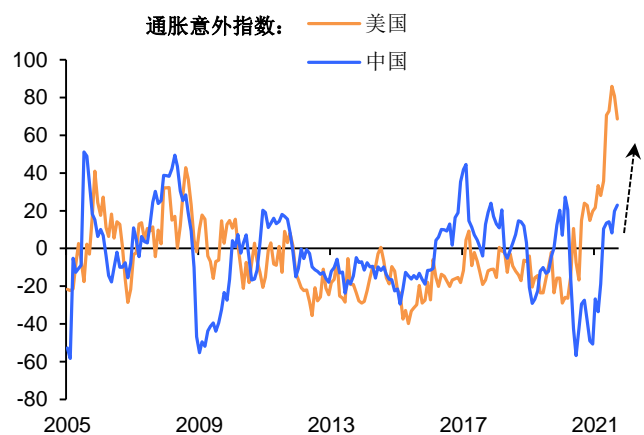
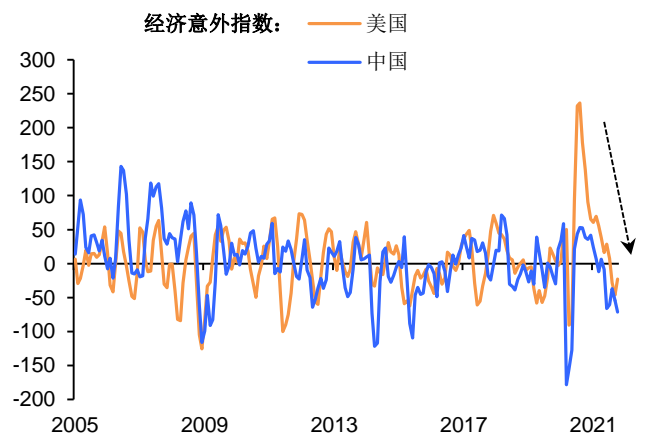
3、《宏观点评 20210928：拉闸限电对三四季度GDP拖累几何？》2021-09-28

4、《宏观点评 20210924：美债收益率急涨，后续怎么看？》2021-09-24

5、《宏观点评 20210922：美联储9月会议：taper和加息信号的新变化》2021-09-22

图 1: 2021 年三季度以来中美经济增长持续低于预期

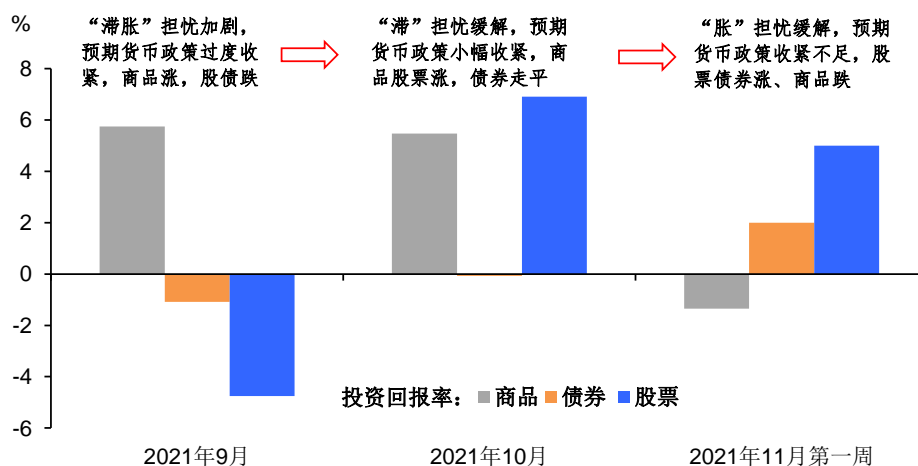
图 2: 2021 年三季度以来中美通胀持续超预期



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

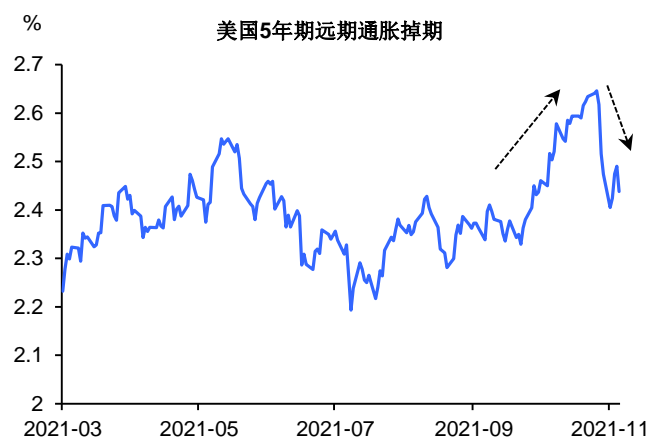
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 3: 经济“类滞胀”下, 美国金融市场股票、债券、商品轮动背后的逻辑



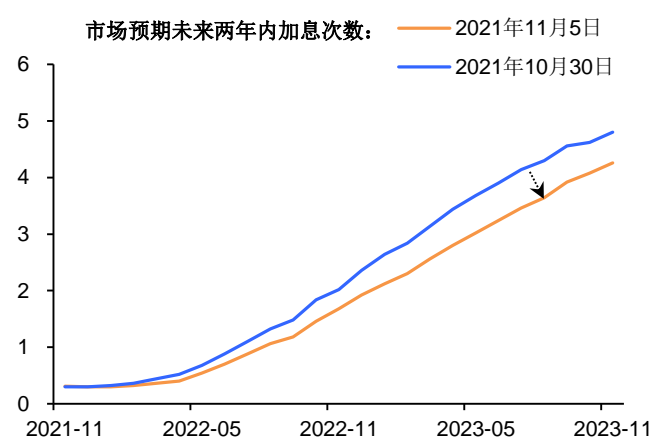
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 4: 2021 年 9 月以来市场对于长期通胀的预期先升后降



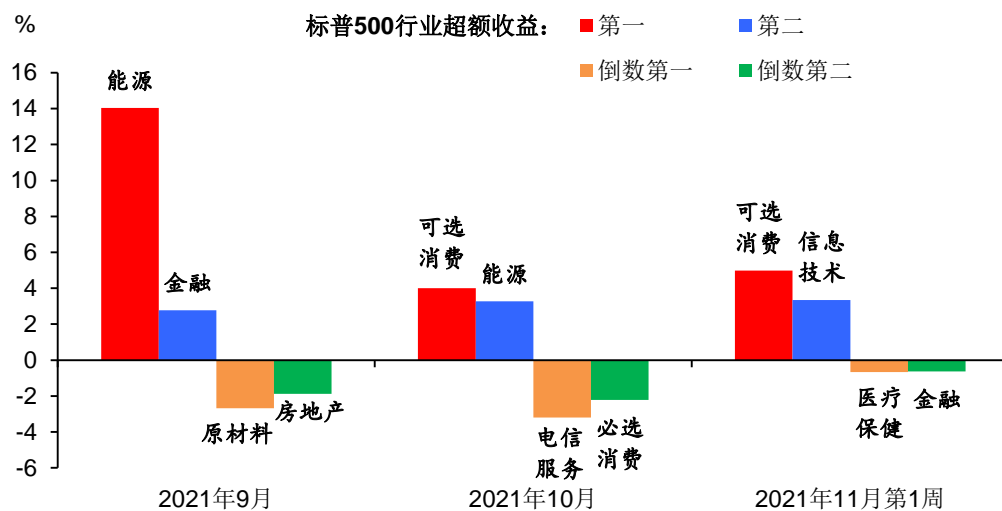
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 5: 2021 年 11 月市场预期未来美联储加息节奏有所放缓



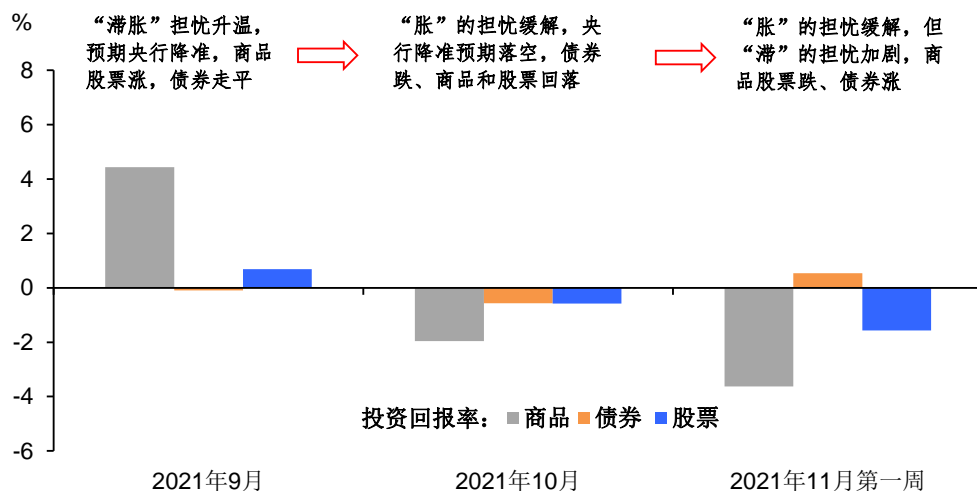
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 6: 2021 年 9 月以来美股最强势行业和最弱势行业的变化



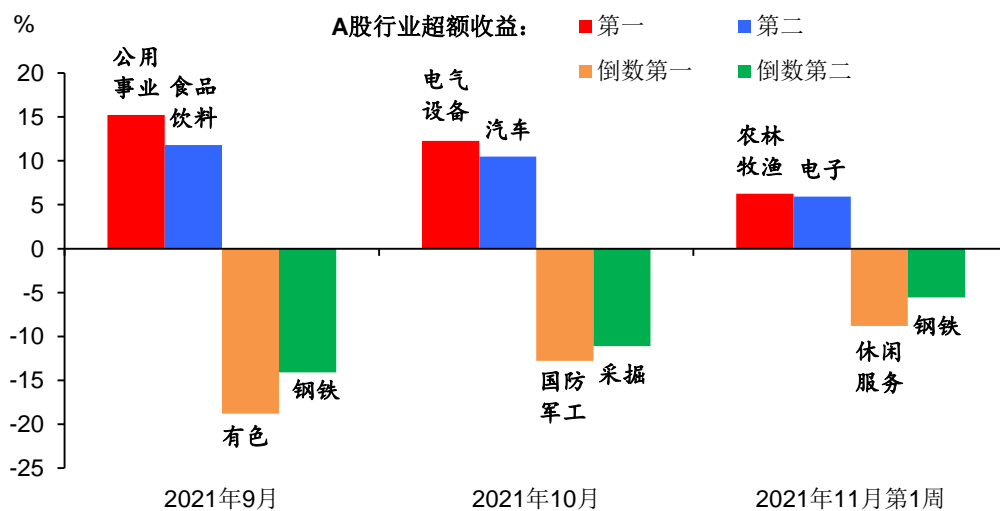
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 7: 经济“类滞胀”下，中国金融市场股票、债券、商品轮动背后的逻辑



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 8: 2021 年 9 月以来 A 股最强势行业和最弱势行业的变化



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29006



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn